



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
FIRENZE

## FLORE

# Repository istituzionale dell'Università degli Studi di Firenze

### **La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?**

Questa è la Versione finale referata (Post print/Accepted manuscript) della seguente pubblicazione:

*Original Citation:*

La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno? / F. ZATTI. - STAMPA. - (2010), pp. 1469-1491.

*Availability:*

This version is available at: 2158/388218 since:

*Publisher:*

JOVENE

*Terms of use:*

Open Access

La pubblicazione è resa disponibile sotto le norme e i termini della licenza di deposito, secondo quanto stabilito dalla Policy per l'accesso aperto dell'Università degli Studi di Firenze (<https://www.sba.unifi.it/upload/policy-oa-2016-1.pdf>)

*Publisher copyright claim:*

(Article begins on next page)



**SAPIENZA**  
UNIVERSITÀ DI ROMA

DIPARTIMENTO DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

22

# **STUDI IN ONORE DI VINCENZO ATRIPALDI**

VOLUME SECONDO

 Jovene editore 2010

LA DIMENSIONE COSTITUZIONALE DELLA TUTELA DEL RISPARMIO.  
DALLA TUTELA DEL RISPARMIO ALLA PROTEZIONE  
DEI RISPARMIATORI/INVESTITORI E RITORNO?

1. La Carta costituzionale, come noto, stabilisce che il risparmio, «in tutte le sue forme»<sup>1</sup>, deve necessariamente costituire oggetto di una specifica *tutela* da parte della Repubblica. E accanto, a questo principio costituzionale, stabilito da una norma che la dottrina prevalente ha definito da sempre come norma di natura programmatica ed a carattere generale<sup>2</sup>, la Costituzione, nella versione novellata per accogliere la riforma del Titolo V, individua nel legislatore statale l'organo competente a disciplinare sia la materia della *tutela del risparmio* sia, più in generale, quella dei mercati finanziari.

Un'interpretazione meramente letterale del combinato disposto degli articoli 47 e 117.2, *lett. e*) della Carta costituzionale sembrerebbe, quindi, affidare la *tutela del risparmio* a tutti quegli organi inquadrabili nella Repubblica concepita come 'Stato-ordinamento'<sup>3</sup> e la disciplina di tale tutela 'soltanto' alla legge dello Stato, seppure in presenza di disposizioni costituzionali che, con riferimento alla disciplina della «previdenza complementare ed integrativa»<sup>4</sup> e delle «casse di risparmio, casse rurali, aziende di credito a carattere regionale; enti di credito fondiario e agrario a carattere regionale»<sup>5</sup>, vedono il coinvolgimento delle Regioni<sup>6</sup>. Ci ritroveremmo a considerare uno schema 'classico' di ripartizione dei pubblici poteri, almeno negli ordinamenti di *civil law*, con il quale, d'altronde, 'tende' ancora a combaciare l'ordinamento nazionale nonostante le tensioni prodotte dall'interpenetrazione in esso

<sup>1</sup> V., art. 47 Cost.

<sup>2</sup> Si v., in proposito, V. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952, nt. 5, 34. Pur non mancando chi, recentemente, ne ha, viceversa, intravista una natura immediatamente precettiva: cfr., G. DE MINICO, *La Costituzione difende il risparmio*, in [www.associazionedeicostituzionalisti.it](http://www.associazionedeicostituzionalisti.it): «Forse ancora una volta stiamo dimenticando l'art. 47 Cost. Se provassimo a leggerlo come precettivo? Ritenendo il diritto alla protezione del risparmio radicato direttamente nell'art. 47 Cost., (...), tale dovere si rivolgerebbe anche alla Consob».

<sup>3</sup> Per la distinzione tra «Stato ordinamento» e «Stato apparato» si v., seppur in versione provvisoria ed incompleta, F. MODUGNO, *La dicotomia «Stato ordinamento» - «Stato soggetto» nel pensiero dei tre maestri*, in [www.associazionedeicostituzionalisti.it](http://www.associazionedeicostituzionalisti.it).

<sup>4</sup> V., art. 117.3 Cost.

<sup>5</sup> *Ibidem*.

<sup>6</sup> Su questi aspetti si rinvia per un approfondimento ed un'interpretazione a D. LUCARINI, *La competenza legislativa concorrente delle regioni in materia bancaria e finanziaria tra legislazione statale e comunitaria*, testo dattiloscritto della relazione tenuta nel corso del Convegno su *Il diritto privato regionale nella prospettiva europea*, 30 settembre - 1° ottobre 2005, Macerata; G. MONTEDORO, *La tutela del risparmio*, testo dattiloscritto della relazione tenuta nel corso del 50° Convegno di studi amministrativi *L'attuazione del titolo V della Costituzione*, Varenna, 16, 17 e 18 settembre 2004; M. ATELLI, «Credito» e «risparmio» nella Costituzione riformata, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2003, 3949 e ss.

del diritto comunitario e di quello internazionale, addivenendo alla conclusione che, nonostante la novità derivante dall'individuazione espressa di una potestà legislativa esclusiva dello Stato in materia di tutela del risparmio, non si osserverebbero, *prima facie*, ripercussioni sull'interpretazione di tale principio secondo quella che è stata la formulazione prevalente in dottrina prima dell'entrata in vigore della riforma del Titolo V della Costituzione.

Se, al contrario, una siffatta conclusione non lascia soddisfatti in considerazione delle trasformazioni che hanno interessato l'ordinamento nazionale del mercato finanziario nell'ultimo ventennio per effetto del recepimento di numerose direttive comunitarie in materia e per il prendere corpo una significativa giurisprudenza costituzionale sul 'vincolo comunitario' di cui all'art. 117.1 Cost.<sup>7</sup>, non resta altro che accingersi a verificare se non si siano prodotti effetti anche sull'interpretazione del principio costituzionale della tutela del risparmio; ovvero, se anche nel caso della tutela del risparmio, non ci troviamo di fronte ad un indicatore delle trasformazioni costituzionali in atto<sup>8</sup>.

L'identificazione della dimensione costituzionale della tutela del risparmio diventa così uno strumento utile a valutarne il grado di effettività garantito dall'ordinamento in dipendenza sia del modello di sistema economico adottato sia della qualificazione della forma di stato.

2. L'analisi, allora, non può prescindere dal considerare, innanzitutto, quale sia stato nel tempo lo strumentario giuridico attraverso il quale l'ordinamento statale ha provveduto a disciplinare la tutela del risparmio<sup>9</sup>. E, secondariamente, in considerazione della natura di quel particolare bene che è il risparmio, se le forme di tutela individuate dall'ordinamento non presentano delle specificità rispetto a quelle previste dal Costituente<sup>10</sup> per approntare la tutela delle minoranze linguistiche<sup>11</sup>, del paesaggio e del patrimonio storico e artistico della Nazione<sup>12</sup>, della salute, come interesse della collettività<sup>13</sup>, e del lavoro, in tutte le sue forme e applicazioni, compreso quello italiano all'estero<sup>14</sup> e quello minorile<sup>15</sup>.

<sup>7</sup> Si v., da ultimo, la Sentenza della Corte costituzionale n. 439/2008; si rinvia, per un approfondimento, ad A. DANESI, *L'affermazione dell'art. 117, c. 1, Cost. quale fondamento tendenzialmente esclusivo dei vincoli comunitari*, in *www.federallismi.it*.

<sup>8</sup> Il riferimento è a Roselli che individua negli indicatori delle trasformazioni costituzionali gli strumenti attraverso i quali «comprendere che cosa sia il 'diritto' in una determinata epoca ed a ricor-darci che ciò che viene ad esprimere è una concezione del diritto che, come sempre avviene quando una cultura, un'ideologia od un sistema di valori è politicamente e socialmente egemonico, tende a presentarsi come l'unica concepibile»; v., O. ROSELLI, *La dimensione costituzionale dello sciopero. Lo sciopero come indicatore delle trasformazioni costituzionali*, Torino, 2005, 1-2.

<sup>9</sup> L'analisi non prenderà in considerazione la giurisprudenza costituzionale (cfr. sentenze n. 129 del 1976 e n. 143 del 1982) secondo la quale il principio stabilito dall'art. 47 Cost. è «soltanto un principio politico a cui dovrà uniformarsi la futura normativa».

<sup>10</sup> Si fa esclusivo riferimento a quei casi in cui è la Repubblica, come nel caso del risparmio, ad essere chiamata a garantire la tutela.

<sup>11</sup> V., art. 6 Cost.  
<sup>12</sup> V., art. 9 Cost.  
<sup>13</sup> V., art. 32 Cost.  
<sup>14</sup> V., art. 35 Cost.  
<sup>15</sup> V., art. 37 Cost.

In relazione al primo profilo di indagine, emerge sin da un rapido esame della normativa posta nel tempo a tutela del risparmio, che lo strumentario giuridico varia in funzione di tre parametri: il parametro economico, relativo alla tipologia ed al grado di sviluppo del sistema economico-finanziario nel quale il risparmio viene accumulato; quello politico, *pre-giuridico*, strettamente collegato alla tipologia di forma di stato ed alla 'concezione' che, in funzione di questa, può assumere il risparmio; ed, infine, quello più 'propriamente' giuridico inerente la forma giuridica, appunto, che il risparmio può assumere. È evidente che tali variabili-parametro, sono tra loro interrelate e come tali contribuiscono a qualificare il risparmio ed a caratterizzarne le modalità di tutela.

Appare significativo ai fini dell'analisi, constatare che, storicamente, nell'ordinamento interno, i primi provvedimenti normativi e regolamentari posti a tutela del risparmio coincidono con una profonda trasformazione della forma di stato. Anche se è più evidente la stretta relazione che esiste, per sua stessa definizione<sup>16</sup>, tra forma di stato e diritti economici e sociali, gli effetti che risultano dalle trasformazioni dei sistemi economici, per le ricadute che provocano, direttamente e indirettamente, sull'ordinamento e sulle modalità di espressione e garanzia di tali diritti, incidono, evidentemente, anche sulla qualificazione giuridica di fenomeni non strettamente correlati ad essi. In vigenza dello Statuto albertino, pur non essendo ancora riconosciuta come principio costituzionale, la tutela del risparmio costituisce, in realtà, un fine dello stato totalitario strumentale ad obiettivi funzionali alla tenuta politica del regime stesso ed al suo tentativo di contrapporsi alla forza del sistema economico di mercato capitalistico<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Tra le molte definizioni di forma di stato proposte dalla dottrina, il riferimento nel testo è a quella di Amato in G. AMATO, *Forme di Stato e forme di governo*, Bologna, 2006, 13: «(...) il complessivo contesto storico-sociale di cui ogni organizzazione giuridico-istituzionale è espressione, ne influenza in pari misura, e in modo necessariamente interrelato, le diverse funzioni legandole attraverso un filo comune che ne reca la traccia. Ciò consente di cogliere, nei modi in cui tali funzioni si manifestano in ciascuna organizzazione, delle costanti, delle caratteristiche che si corrispondono in quanto risalenti a un fondamento comune. E sono appunto queste costanti ciò che definiamo forma di Stato; che è, appunto, la risultante dei modi e degli aspetti in cui si manifestano le quattro funzioni del diritto (come noto, la repressione dei comportamenti socialmente pericolosi, l'allocazione di beni e di servizi, l'istituzione e l'allocazione dei pubblici poteri e infine i diritti e le libertà dei cittadini garantiti a fronte di tutto questo, *n.d.a.*), sullo sfondo delle complessive ragioni storiche che volta a volta le determinano».

<sup>17</sup> Interessante, in proposito, ricordare le considerazioni di Dossetti sul «finalismo statale» formulate nella relazione su «*Funzioni e ordinamento dello Stato moderno*» tenuta a Roma il 12 novembre 1951 in occasione del III Convegno Nazionale di Studio dell'Unione Giuristi Cattolici Italiani: «(...) il finalismo statale non si soddisfa con interventi episodici; esso deve ormai specificarsi nella individuazione di un compito concreto che sia la modalità di realizzazione in questa concreta situazione storica, per ogni singolo stato, per ogni singola struttura sociale, di quel grado, di quella tappa di marcia verso il *bonum humanum simpliciter* che storicamente si vede possibile e doveroso. Occorre quindi che non ci si accontenti di un finalismo statale generico, astratto, indeterminato, episodico, sollecitato dallo stimolo delle esigenze quando queste assumono un grado supremo di asprezza; ma occorre che alla base del patto politico, all'inizio di ogni azione, di ogni periodo dell'azione statale, si fissi una scelta fondamentale – un grado, una tappa del compito storico – e intorno ad essa si organizzi tutto il resto dell'azione statale per quel determinato periodo. (...) Uscire in modo netto dall'interventismo episodico, che è addirittura controoperante, ed entrare invece in una forma di azione statale sintetica e sistematica, è l'unica condizione per porre fine all'extraterritorialità e all'immunità della società economica e al predominio del potere economico sull'ordinamento giuridico».



Nel 1926, l'approvazione di *Provvedimenti per la tutela del risparmio*<sup>18</sup> è inserita in un contesto economico-finanziario sostanzialmente incentrato sul sistema bancario che sin dalla fine degli anni ottanta del XIX secolo è oggetto di numerose crisi «concentrate e violente degli operatori bancari (...)»<sup>19</sup>. Con questi provvedimenti, il legislatore dà vita ad uno statuto speciale dell'impresa bancaria, introducendo norme specificamente rivolte alle «... società ed altri enti esercenti il credito»<sup>20</sup>, alle «ditte bancarie in genere, sia nazionali che straniere, le quali raccolgano depositi»<sup>21</sup>, ponendosi l'obiettivo di tutelare sì i risparmiatori ma nell'interesse «generale del credito e dell'economia nazionale»<sup>22</sup>. In quel sistema economico, chiuso, prevalentemente agricolo, i risparmiatori sono sostanzialmente i depositanti e, quindi, «tutela dei depositanti e tutela del risparmio tendenzialmente coincidono, nel senso che entrambi si riconducono alla solvibilità dell'impresa bancaria e (...) quest'ultima deve essere perseguita nell'interesse dello sviluppo dell'economia reale»<sup>23</sup>. Delle «altre norme correlative ai fini della difesa del risparmio, ivi comprese quelle concernenti la misura dei rischi»<sup>24</sup> che il Governo del Re avrebbe avuto la facoltà di emanare, non si ha traccia nel regolamento collegato. Tale regolamento si limita, infatti, alla previsione di una disciplina *ad hoc* per le imprese bancarie costruita, fondamentalmente, sul livello di adeguatezza patrimoniale e sull'affidamento al Ministro per l'economia nazionale del potere di autorizzare l'ingresso nel mercato di nuove imprese bancarie e l'apertura di nuove filiali.

Il mercato mobiliare ed il mercato assicurativo non sono oggetto di alcun intervento legislativo perché il risparmio finanziario dei soggetti privati viene affidato allo Stato ed alle imprese, attraverso, rispettivamente, la sottoscrizione di titoli pubblici e l'apertura di depositi bancari. L'ordinamento bancario è finalizzato alla realizzazione di obiettivi di politica economica volti, da un lato, a contrastare la svalutazione esterna della moneta nazionale, la lira, e, dall'altro, ad assicurare la stabilità del sistema creditizio che, grazie alle stesse disposizioni normative in parola, viene sottoposto alla vigilanza dell'unico istituto di emissione, la Banca d'Italia<sup>25</sup>.

Non è questa la sede appropriata per soffermarsi sui profili storici se non per ripensare in chiave giuridica quel fenomeno sociale che è il risparmio.

<sup>18</sup> Con il r.d.l. 7 settembre 1926, n. 1511 recante *Provvedimenti per la tutela del risparmio* ed il relativo regolamento attuativo (r.d.l. 6 novembre 1926, n. 1830 - Decreto convertito in legge 23 giugno 1927, n. 1108 - *Norme regolamentari per la tutela del risparmio*).

<sup>19</sup> Si v. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 38 che ricorda, in particolare, il crollo generalizzato del 1892-93, quello della Società bancaria italiana del 1907 e quello della Banca italiana di sconto del 1921.

<sup>20</sup> V. art. 1 r.d.l. 7 settembre 1926, n. 1511 recante *Provvedimenti per la tutela del risparmio*.

<sup>21</sup> *Ibidem*.

<sup>22</sup> V. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, op. cit., 39 che cita la relazione di A. Scialoja al progetto di Codice di commercio Vivante del 1922 dedicata alle «norme speciali per le banche di deposito».

<sup>23</sup> Ancora v. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, op. cit., 39.

<sup>24</sup> Cfr. art. 6 r.d.l. 7 settembre 1926, n. 1511 recante *Provvedimenti per la tutela del risparmio*.

<sup>25</sup> Tale soluzione istituzionale secondo taluni permette al Governo di controllare il sistema creditizio e di agevolare l'obiettivo di rafforzamento della lira a «quota novanta». Tuttavia, la rivalutazione della moneta nazionale impatta negativamente sul mercato borsistico, ed, in particolare, sui maggiori complessi industriali del Paese che vedono diminuire fortemente il valore delle proprie azioni quotate in Borsa, deprezzare gli immobili di proprietà, salire i debiti con l'estero e non poter contare sui salvataggi del «sistema» usualmente adottati dallo Stato (quasi) liberale.

Alcuni 'indizi' confermano, tuttavia, che il *risparmio* è vissuto in quei decenni come uno strumento fondamentale per la soluzione della crisi economica che, dopo la grande depressione del 1929, attanaglia anche l'economia nazionale. Se gli imprenditori, o, almeno, un importante imprenditore come Alberto Pirelli, durante la lettura della relazione annuale dell'omonima società, il 27 aprile 1932, afferma che la formazione del risparmio, fondamento della vita economica e civile di tutti i Paesi, è essenziale per la ripresa economica di tutte le attività del Paese e, a tal fine, risulta essere strategica la modalità adottata per la sua ripartizione verso gli impieghi produttivi; dal canto suo, il Governo, per contrastare gli effetti causati dall'adozione di una politica monetaria restrittiva, ricorre ad un provvedimento normativo con il quale *propone* «la sostituzione delle rendite dei debiti consolidati 5 per cento<sup>26</sup> nonché di quelle del debito consolidato 5 per cento del littorio»<sup>27</sup> con «un prestito redimibile, da iscriversi nel gran libro del debito pubblico»<sup>28</sup>. Prestito che viene quasi totalmente sottoscritto.

In questo contesto si inseriscono i provvedimenti normativi del 1936-'38<sup>29</sup> contenenti disposizioni, come noto, per la difesa del risparmio.

Secondo la Legge bancaria del 1936-'38, lo Stato deve attuare la difesa del risparmio ed il controllo dell'esercizio del credito attraverso l'istituzione di un «Ispettorato»<sup>30</sup> posto a vigilare su «tutte le aziende che raccolgono il risparmio tra il pubblico ed esercitano il credito, siano di diritto pubblico che di diritto privato»<sup>31</sup> e dotato, tra gli altri, di poteri autoritativi relativamente ad «ogni emissione di azioni, di obbligazioni, di buoni di cassa, di valori mobiliari di ogni natura, quando sia da realizzare a mezzo delle aziende soggette al controllo dell'ispettorato o i relativi titoli si vogliano ammettere al mercato dei valori mobiliari nelle borse del regno»<sup>32</sup>.

Il risparmio è anche in questo caso oggetto di intervento, per così dire, in via indiretta: il legislatore interviene sull'assetto istituzionale deputato a svolgere le funzioni di tutela del risparmio, accentrando i poteri amministrativi in un organo *ad hoc*, l'Ispettorato, appunto, che seppur guidato dal Governatore della Banca d'Italia viene sottoposto al controllo politico di un Comitato di ministri<sup>33</sup>.

<sup>26</sup> Emessi con decreti 2 gennaio 1917, n. 3, 6 dicembre 1917, n. 1860, e 22 settembre 1918, numero 1300.

<sup>27</sup> Creato con r. decreto-legge 6 novembre 1926, n. 1831.

<sup>28</sup> V., art. 1, r.d.l. 3 febbraio 1934, n. 60, Emissione di un prestito redimibile 3,50 per cento per sostituire le rendite del debito consolidato 5 per cento e del littorio 5 per cento: «(...) fruttante l'interesse annuo di lire tre e cinquanta centesimi, per ogni cento lire di capitale nominale, a partire dal 1 gennaio 1934-XII, esente da ogni imposta presente e futura, pagabile nel Regno o nelle colonie, in rate semestrali posticipate, scadenti il 1/a gennaio ed il 1/a luglio di ciascun anno; e ammortizzabile nel periodo di quarantadue anni, a decorrere dal 1 gennaio 1937-XV».

<sup>29</sup> V., l. 7 marzo 1938, n. 141, *Conversione in legge, con modificazioni, del Regio decreto-legge 12 marzo 1936-XIV, n. 375, contenente disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia*.

<sup>30</sup> V., art. 11, l. 141/38.

<sup>31</sup> V., art. 2.1, l. 141/38.

<sup>32</sup> V., art. 2.4, l. 141/38.

<sup>33</sup> V., art. 12, l. 141/38: «L'Ispettorato è alle dipendenze di un comitato di ministri presieduto dal Duce del fascismo, Capo del governo, e composto del segretario del P.N.F., ministro segretario di Stato e dei ministri per le finanze, per i lavori pubblici, per l'agricoltura e le foreste, per le corporazioni e per gli scambi e le valute. Alle riunioni del comitato partecipa anche il ministro per l'Africa italiana

All'asse Ministro delle finanze-Istituto di emissione si sostituisce così quello

Comitato di ministri-Ispettorato.

L'intervento del legislatore è funzionale ad intensificare il ruolo delle autorità politiche nelle decisioni relative all'impiego del risparmio, ora anche non bancario, come si evince dal trasferimento ai suddetti organi delle «funzioni e facoltà attribuite al ministero delle finanze e all'istituto di emissione dalle disposizioni sull'ordinamento delle borse<sup>34</sup>, sull'ordinamento delle borse di commercio e dai successivi provvedimenti modificativi di essa, dai relativi regolamenti di esecuzione, nonché dal regio decreto-legge 30 giugno 1932-X, n. 815»<sup>35</sup>.

Il passaggio allo Stato democratico e sociale, prima ancora dell'approvazione della Carta costituzionale della neonata Repubblica, segna un nuovo mutamento dell'assetto istituzionale posto a tutela del risparmio con la creazione, come noto, di un Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio e l'affidamento alla Banca d'Italia delle funzioni di vigilanza del sistema creditizio e, più in generale, di un mercato finanziario ancora *in fieri*.

Ma al di là di questi aspetti inerenti l'individuazione degli organi che sono posti a tutelare il risparmio, quello che preme osservare, ai fini dell'analisi, è che l'ordinamento bancario e quello finanziario non sono oggetto di altrettanti sostanziali mutamenti. Per tali trasformazioni occorre attendere gli effetti indotti dall'adesione del nostro Paese ai Trattati istitutivi delle Comunità economiche europee, prima, e poi, con maggiore evidenza al Trattato di Maastricht del 1992.

L'adesione a tale Trattato, come noto, nonostante il percorso ondivago seguito dal legislatore, conduce comunque ad una necessaria rivisitazione dei principi su quali si è fondata, almeno fino alla fine degli anni settanta del secolo scorso, la nostra costituzione economica<sup>36</sup>. Non è stato un processo automatico quello che ha modificato istituti giuridici così rilevanti del nostro ordinamento; né si è trattato di

quando debbono essere esaminati argomenti che interessano la competenza del suo ministero. Il governo della Banca d'Italia è capo dell'ispettorato e provvede, nell'ambito delle direttive fissate dal comitato dei ministri, alla esecuzione dei compiti attribuiti all'ispettorato, anche mediante deleghe. Il capo dell'ispettorato partecipa alle sedute del comitato dei ministri predetto. Il comitato dei ministri si riunisce ordinariamente ogni mese».

<sup>34</sup> Dalla l. 20 marzo 1913, n. 272.

<sup>35</sup> V. art. 43, l. 141/38.

<sup>36</sup> Cfr. *Commento art. 47* in S. BARTOLE, R. BIN, *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, 2008, 474. E sulla nozione di «costituzione economica» le lungimiranti osservazioni di Attripaldi: «(...) alcune riflessioni vanno fatte sulla nozione di costituzione economica, sulla cui corretta utilizzazione sono state mosse alcune perplessità. Innanzitutto è da escludere che la formula possa essere utilizzata per evidenziare un preteso primato della «sfera» dell'economico sulla politica, ovvero una neutralità dei modelli economici rispetto ai «valori» identificati dalla cd. «costituzione politica». Al di là di questi aspetti la nozione di «costituzione economica» può svolgere un ruolo per lo meno descrittivo e interpretativo. Con essa si vuole identificare quel nucleo di norme e principi che opera una scelta del modello economico che consentono la realizzazione dei «valori» determinati dalla costituzione politica. Con la nozione di «costituzione economica», quindi, non si vuole riconoscere un'autonomia ad un settore di norme costituzionali, ma solo individuare quali sono i possibili strumenti economici scelti dalla Costituzione, in una visione unitaria, per soddisfare la gerarchia dei valori prescelti» (v. V. ARRUPALDI, *La costituzione economica tra «patto» e «transizioni»*, in V. ARRUPALDI, G. GAROFALO, C. GINESUTTA, FF. LOTTITO (a cura di), *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, 1998, 9-10.



un processo senza conseguenze sull'effettività di interessi costituzionalmente protetti<sup>37</sup>. E ciò anche a causa dell'attrazione di un sistema economico di mercato in un ordinamento costituzionale sotto questo profilo neutrale per affidare le sorti giuridiche del settore cd. controverso alla determinazione dell'indirizzo politico-economico<sup>38</sup>, introducendo, come unici limiti, rispetto alla scelta del sistema economico adottabile, da un lato, il monopolio privato per quelle attività economiche definibili di interesse generale, e, dall'altro, il diritto di iniziativa economica privata qualora contrasti con l'utilità sociale e rechi danno alla sicurezza, alla libertà ed alla dignità umana<sup>39</sup>.

Ai due pilastri costituzionali d'apice comuni dell'ordinamento del mercato finanziario, individuati appunto negli artt. 41 e 47 Cost., si aggiungono, così, come suggerisce Amoroso<sup>40</sup>, un terzo ed un quarto pilastro di natura comunitaria, costituiti, rispettivamente, dalle libertà sancite dai Trattati comunitari, in particolare, dalla libertà di circolazione dei capitali e dal diritto di stabilimento, e dai principi/obiettivi contenuti nelle direttive e nei regolamenti comunitari che, a partire dagli anni settanta del secolo scorso, hanno contribuito a creare un mercato finanziario europeo armonizzato ed, ora, sempre più integrato.

3. Non potevamo esimerci dal richiamare, seppur brevemente, questi aspetti di carattere generale. Le ragioni sono del tutto evidenti. Tali trasformazioni hanno agito direttamente sulla concezione stessa di risparmio sia sotto il profilo economico sia sotto quello giuridico. Non si fraintenda quanto appena affermato. Ciò non vuole significare che la definizione economica di 'risparmio' sia mutata. Per la scienza economica il risparmio è definibile come quella parte di reddito netto che non viene consumata.

Se astrattamente tale definizione è utile a dare una descrizione del fenomeno, poco ci dice, però, rispetto alle dimensioni qualitative e quantitative che il fenomeno può assumere. Se si analizza il risparmio sotto questi due profili non è difficile osservare come si siano modificati, nel tempo, i mezzi di espressione giuridica

<sup>37</sup> Come osserva Sarcinelli, a commento di un'affermazione elaborata da Baffi (in sede di stesura del VI Capitolo del III Volume del Rapporto della Commissione economica in seno al Ministero per la Costituente riguardo al *Regime delle valute: il controllo dei cambi in generale e in Italia*) sulla «relatività» della fiducia nell'efficacia di precetti costituzionali indipendentemente dalle condizioni dell'economia, «(...) il giudizio di valore consacrato dall'enunciato costituzionale dava maggior peso alla tutela del risparmio che alla stabilità della moneta (...). Dopo l'approvazione italiana del Trattato di Maastricht, il rapporto «costituzionale» tra tutela del risparmio e stabilità dei prezzi è mutato, innalzando la seconda a livello della prima»: v. M. SARCINELLI, *La tutela del risparmio nel pensiero e nell'azione del Governatore Baffi*, in *Moneta e credito*, n. 206, giugno 1999, 228.

<sup>38</sup> Cfr., R. BIFULCO, *Costituzioni pluralistiche e modelli economici*, in V. ATRIPALDI, G. GAROFALO, C. GNESUTTA, P.F. LOTITO (a cura di), *Governi ed economia*, op. cit., 522-523.

<sup>39</sup> Cfr., A. PIZZORUSSO, *La Costituzione. I valori da conservare, le regole da cambiare*, Torino, 1996, 89-92 ed, in particolare, 89-90: la regola del «primato» della politica sull'economia «non deve tuttavia essere intesa nel senso che la gestione dell'attività economica, in tutti i suoi aspetti, debba essere considerata come esclusivamente propria del potere politico (riducendosi cioè quasi ad eccezioni i casi di attività economica libera da condizionamenti di ordine politico), come fu soprattutto nell'ambito della concezione marxista».

<sup>40</sup> Si v., S. AMOROSO, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 8-14.

ed economica che il risparmio ha conosciuto per effetto dei mutamenti sociali ed economici che si sono finora realizzati.

L'adesione 'indiretta' ad un modello economico di mercato ha gradualmente introdotto fenomeni tipici dei sistemi economici '*finance oriented*', come l'innovazione finanziaria e la *securitization*, per citare, forse, quelli che hanno contribuito maggiormente a modificare la finanza nazionale. Di conseguenza, il legislatore si è trovato nell'esigenza di disegnare soluzioni giuridiche che coniugassero la stabilità del sistema finanziario con la sua efficienza e competitività. Muta, così, la stessa concezione giuridica della tutela del risparmio che risulta distinta da quella introdotta nell'ordinamento negli anni venti del secolo scorso per finalità ed oggetto. L'ambiguità interpretativa della tutela del risparmio del primo comma dell'art. 47 Cost. pare lasciare spazio, con il graduale realizzarsi dell'integrazione europea dei mercati finanziari, ad un quadro giuridico più definito almeno per effetto dei principi costituzionali d'apice comuni introdotti nell'ordinamento dal quarto pilastro<sup>41</sup>. Ed a ciò ha contribuito anche il novellato art. 117 Cost. non soltanto per aver introdotto la tutela del risparmio tra le materie di potestà legislativa esclusiva dello Stato ma anche per aver creato, attraverso il primo comma dello stesso art. 117 Cost., un più stretto rapporto dell'ordinamento interno con il diritto comunitario e quello internazionale.

Stante quanto premesso, e venendo all'esame del secondo profilo oggetto di analisi, la *tutela* di cui all'art. 47.1 Cost. sembra riferibile, allora, ad una qualificata zona del risparmio in senso oggettivo, vale a dire con riferimento all'oggetto e non al soggetto, persona fisica o giuridica che è portatore del 'titolo' o dei 'titoli' rappresentativi l'aggregato finanziario che l'ordinamento costituzionale riconosce come meritevole di tutela<sup>42</sup>. La tutela prevista dall'art. 47.1 Cost., infatti, prescinderebbe dalla forma giuridica assunta dal risparmio e dalla tipologia di sistema finanziario nel quale esso prende forma attraverso l'accumulazione o l'investimento. Le finalità dell'inserimento in Costituzione di una norma programmatica di tale tenore sarebbe dovuta al riconoscimento del risparmio come 'interesse di natura pubblicistica' prima ancora che di natura privatistica e, in quanto tale, degno, oltre che di misure incentivanti la sua formazione anche di una particolare salvaguardia<sup>43</sup>. Ciò spiegherebbe l'assimilazione del risparmio, almeno in termini formali, a quelle disposizioni costituzionali che prevedono che sia la Repubblica a dover provvedere la tutela<sup>44</sup>.

<sup>41</sup> *Ibidem*, 10-14.

<sup>42</sup> Anche se, è bene precisare, che nella tutela sta anche la libertà di risparmiare e dell'uso che si vuole fare del proprio risparmio: cfr. M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1994, 260.

<sup>43</sup> Cfr. A. ZITO, *Contraddizioni concettuali ed anomale sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmio*, in *Il Diritto dell'economia*, 1, 2008, 77.

<sup>44</sup> Come osserva Pizzorusso, appare indiscutibile «che gli interventi che possono rendersi necessari per fronteggiare situazioni di crisi (non escluse le «crisi economiche», cioè le crisi meramente economiche, poiché anche le crisi di altro tipo sono normalmente anch'esse, crisi economiche) possano realizzarsi in interventi capaci di incidere sui rapporti economici e che la regola espressa dall'enunciazione del primato della politica sull'economia sia comunque valida per qualunque tipo di ordinamento costituzionale, quali che siano le ideologie verso cui esso sia prevalentemente orientato. Ciò posto, la traduzione di questa regola in disposizioni costituzionali non può consistere in altro che nell'enunciazione di principi generali capaci di guidare l'esercizio da parte del legislatore (ed, entro certi limiti, an-

La tutela di cui all'art. 117.2, lett. e) Cost., invece, difficile stabilire, anche ricorrendo ad una rilettura dei documenti parlamentari, quanto tale aspetto sia stato voluto o meno dal Costituente della riforma del 2001, sembra voler comprimere la concezione oggettiva del risparmio fornita dall'art. 47 Cost., primo e secondo comma, in una dimensione 'privatistica' del fenomeno per la previsione di misure volte alla protezione del risparmiatore/investitore piuttosto che del risparmio in senso lato<sup>45</sup>. Conferma di una tale interpretazione potrebbe essere individuata nella scelta del legislatore costituzionale di legare insieme, uniche materie tra quelle menzionate alla lett. e) dell'art. 117.2 Cost., eccetto che per quelle relative al sistema tributario e contabile dello Stato, sia la materia della tutela del risparmio sia quella dei mercati finanziari<sup>46</sup>. In questo caso, la tutela del risparmio sarebbe ricollegabile alla necessità di individuare, in particolare, forme giuridiche specifiche di protezione per quei risparmiatori che investono nei mercati finanziari e, che, per la natura di tali mercati, si confrontano potenzialmente con gli effetti producibili in conseguenza del rischio finanziario al quale, consapevolmente o meno, si sottopongono.

4. Si potrebbe quasi azzardare un parallelismo, in termini di principio, tra la genesi dell'art. 47 Cost. e quella dell'art. 117 Cost.

Nel primo caso, come emerge anche dalla vasta dottrina che richiama la tesi di M. Severo Giannini, l'introduzione del principio della tutela del risparmio sarebbe stata concepita come enunciazione generica dei principi della Legge bancaria del 1936-'38<sup>47</sup>. La tutela del risparmio, come emerge anche dalla lettura degli atti dell'Assemblea Costituente<sup>48</sup>, viene concepita in quel contesto storico, economico ed istituzionale non tanto in relazione alla necessità di prevedere forme giuridiche specifiche di protezione dei risparmiatori ma, semmai, in relazione alla funzione-obiettivo di garantire la stabilità di valore della moneta e, per questa via, limitare l'impatto di processi inflattivi sul valore dei risparmi<sup>49</sup>. In quel contesto economico, politico ed istituzionale il rischio 'inflazione' viene considerato il rischio finanziario principale poiché da questo rischio possono originarsi gli altri rischi finanziari tipici di un sistema economico chiuso, basato su un monopolio pubblico dei cambi ed un

che da parte delle autorità amministrative) di poteri necessariamente discrezionali al fine di realizzare la tutela dell'interesse pubblico in relazione a questo genere di rapporti»: v., A. PIZZORUSSO, *La Costituzione*, op. cit., 91.

<sup>45</sup> Cfr. G. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Roma, 1999, 62-63.

<sup>46</sup> Si v., la sentenza della Corte costituzionale del 13 gennaio 2004 (in *Giur. cost.*, 1, 2004, 1; *Foro amm.* CDS, 2004, 61; *Giur. it.*, 2004, 2234) che, nell'interpretare l'inclusione di questa competenza statale nella lett. e) dell'art. 117.2 Cost., evidenzia come obiettivo del legislatore costituzionale del 2001 quello di unificare in capo allo Stato strumenti che esprimono un carattere unitario e che giustificano l'intervento statale per la sua rilevanza macroeconomica. Si v., inoltre, la Sentenza della Corte costituzionale n. 376 del 30 dicembre 2003, che, nell'occuparsi di alcune questioni di legittimità costituzionale inerenti la Legge finanziaria 2002, individua nell'art. 117.2 lett. e) Cost., «in particolare la disciplina delle forme e dei modi in cui i soggetti (...) possono ottenere risorse finanziarie derivanti da emissione di titoli o contrazione di debiti».

<sup>47</sup> V., *Commento all'art. 47 Cost.* in V. CRISAFULLI, L. PALADIN, *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, 1990, 319.

<sup>48</sup> V., *infra* § 7.

<sup>49</sup> Si v., in particolare, gli interventi degli on. Zerbi ed Einaudi.



sistema finanziario sostanzialmente *'bank oriented'*; vale a dire, il rischio di cambio ed il rischio di tasso di interesse. Rischi che, tuttavia, si osservi, non riguardano soltanto il singolo risparmiatore in sé ma il sistema economico nel suo complesso.

Ma se il sistema muta al punto da trasferire i rischi finanziari sui singoli risparmiatori/investitori<sup>50</sup>, non solo quello legato alla perdita di potere d'acquisto, ecco allora che l'interprete è tentato di far comunque riferimento all'art. 47 Cost. come ad una norma di natura *precettiva* che esprime un vero e proprio «diritto alla protezione del risparmio senza necessità di una intermediazione legislativa per renderlo operante nei confronti di tutti»<sup>51</sup>. Magari tale interpretazione può essere suggestiva per l'esito di alcuni procedimenti giudiziari che hanno sancito non solo la responsabilità di intermediari ed emittenti<sup>52</sup> ma anche quella della Consob in relazione al corretto esercizio delle proprie funzioni di controllo e di vigilanza informativa<sup>53</sup>. Tant'è che sull'aspetto in questione, il legislatore è intervenuto, di recente<sup>54</sup>, a chiarire indirettamente che l'autorità di controllo del mercato finanziario non può essere oggetto di responsabilità per la non veridicità e completezza delle informazioni fornite dagli emittenti<sup>55</sup>. E che il legislatore della riforma costituzionale del 2001,

<sup>50</sup> Cfr. J. BATWELL, L. TAYLOR, *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*, Cambridge, 2000, 1-28.

<sup>51</sup> Cfr. G. DE MINICO, *La Costituzione difende il risparmio. E il legislatore? in www.associazione-dei-costituzionalisti.it*.

<sup>52</sup> Si v. le sentenze Trib. Treviso, 28 dicembre 2005 (in *Foro padano*, 2, 2006, 359); Trib. Avezzano, 23 giugno 2005 (in *Foro it.*, 2005, I, 2536); Trib. Catanzaro, sez. II, 22 giugno 2005 n. 1682 (in *Corti calabresi (Le)*, 2, 2007, 432); Trib. Ferrara, 15 giugno 2005; Trib. Ferrara, 25 maggio 2005; Trib. Palermo, 16 marzo 2005 in *Foro it.*, 2005, I, 2539; Trib. di Ferrara, 25 febbraio 2005; Trib. Treviso, 16 dicembre 2004; Trib. Mantova, 12 novembre 2004; Trib. Mantova, sez. II 18 marzo 2004 (in *Società*, 2004, 1139).

<sup>53</sup> Si v. G. CARRIERO, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza (in difesa del comma 6-bis dell'art. 24 della legge sulla tutela del risparmio)*, in *Foro it.*, V, 2008, 221 e ss. Si v., anche, la sentenza della Cassazione civ. sez. I, 25 febbraio 2009 n. 4587; anche nel vigore della disciplina anteriore a quella dettata dall'art. 24-6-bis, l. n. 262/05, perché possa configurarsi, a norma dell'art. 28 Cost., la responsabilità per danni verso i terzi dei commissari della Consob nonché dei loro dipendenti o esperti in conseguenza di atti o comportamenti adottati nell'esercizio delle loro funzioni è necessario che essi abbiano agito con dolo o colpa grave, così come previsto dall'art. 23 d.P.R. n. 3 del 1957, applicabile, in quanto espressione di un principio generale, a chiunque sia legato da un rapporto di servizio con la Commissione. La limitazione di tale responsabilità civile alle ipotesi di dolo o colpa grave, peraltro, non significa che l'ordinamento tolleri un comportamento lassista di costoro o li esponga alla responsabilità nei confronti dei terzi danneggiati solo in presenza di macroscopiche inosservanze dei doveri di ufficio o di abuso delle funzioni per il perseguimento di fini personali, giacché si ha colpa grave anche quando l'agente, pur essendo obbligato, non faccia uso della diligenza, della perizia e della prudenza professionale esigibili in relazione al tipo di servizio pubblico o ufficio rivestito.

<sup>54</sup> Prima con l'articolo 14.1, della l. 28 dicembre 2005, n. 262 e, poi, con l'articolo 3 del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51.

<sup>55</sup> V., art. 94, comma 8 e comma 9, d.lgs. n. 58/98 e succ. mod.: «L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non prescinderanno omissioni tali da alterare il senso. La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente».



come già ricordato, ha inserito, tra le materie di competenza legislativa dello Stato, non soltanto la disciplina delle funzioni in materia di mercati finanziari, come era logico attendersi dalla lettura del decreto attuativo della prima Legge 'Bassanini', ma, anche, appunto, quelle inerenti la tutela del risparmio<sup>56</sup>.

Come i Padri Costituenti avevano preso atto dell'assetto istituzionale del sistema finanziario derivante dalla Legge bancaria del 1936-'38, così l'aver inquadrato la materia della tutela del risparmio e dei mercati finanziari nell'orbita della potestà legislativa esclusiva dello Stato può essere interpretato come la presa d'atto da parte del legislatore della riforma costituzionale del 2001 della trasformazione avviata dal sistema finanziario italiano a partire dagli anni novanta del secolo scorso, in particolare, con il recepimento, delle Direttive 93/6/Cee<sup>57</sup> e 93/22/Cee<sup>58</sup>. E con la trasformazione del sistema finanziario per effetto, soprattutto, del diritto comunitario, il legislatore statale si è trovato di fronte alla necessità di disegnare un assetto istituzionale che fosse coerente con quei principi/obiettivo stabiliti in sede comunitaria. Di conseguenza, la legislazione in materia di mercati finanziari che ne è derivata si è sviluppata su una concezione privatistica di tale tutela, cioè legata non tanto al risparmio ma ai risparmiatori. Risparmiatori che in un sistema economico-finanziario che si fonda sulla libera circolazione dei capitali, avendo accesso a tutte le varie tipologie di strumenti finanziari presenti sui mercati, si trasformano, di fatto, in 'investitori'.

Tutelare il risparmio in un sistema economico così concepito significa, quindi, individuare le forme giuridiche idonee a proteggere gli investitori con la consapevolezza, però, che non tutti gli investitori sono risparmiatori e che non tutti i risparmiatori sono consumatori o, per meglio dire, clienti dell'industria dei servizi finanziari.

Occorre poi considerare che la protezione garantita dall'ordinamento deve valere nei confronti di qualsiasi soggetto che viene ad operare, direttamente o indirettamente, nel sistema finanziario nazionale. Qualsiasi sistema economico aperto, basato sulla libertà di circolazione dei capitali, non può limitare l'accesso al proprio sistema finanziario. Anzi, in un sistema finanziario globale, lo sviluppo economico impone che si creino le condizioni giuridiche più idonee a garantire il risparmiatore/investitore da situazioni di nocimento di natura, potremmo dire, microeconomica, come possono essere quelle derivanti da frodi o cattiva gestione da parte di quegli operatori, intermediari o emittenti, che sono presenti nel mercato dei capitali. La protezione dei risparmiatori/investitori si fonda, così, sull'introduzione nell'ordinamento di regole di comportamento degli operatori nella convinzione che le crisi sistemiche sono imputabili, storicamente, ad eventi originariamente di natura

<sup>56</sup> V., art. 49.2, d.lgs. n. 112/98, *Conferimento di funzioni e compiti amministrativi dello Stato alle regioni ed agli enti locali, in attuazione del capo I della legge 15 marzo 1997, n. 59*: «Rimangono assegnate allo Stato ed ai competenti organismi indipendenti le funzioni in materia di ordinamento creditizio, di banche e intermediari finanziari, di mercati finanziari e di vigilanza sul sistema creditizio e finanziario».

<sup>57</sup> Direttiva 93/6/CEE del Consiglio del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

<sup>58</sup> Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

microeconomica in cui la rete di protezione giuridica adottata non è stata in grado né di prevenire l'evento dannoso né di bloccarne la diffusione.

La soluzione adottata nei Paesi finanziariamente sviluppati, come gli Stati Uniti d'America e il Regno Unito, è stata divergente fino a pochi anni fa<sup>59</sup>. Eppure sia l'istituzione di un organo di controllo come la Sec<sup>60</sup>, fulcro di un modello eteroregolativo di controllo introdotto per iniziativa di Roosevelt nel 1933, né tanto meno l'adozione di un modello autoregolativo come quello in vigore nel Regno Unito prima della costituzione della *Financial Service Authority* (FSA), hanno consentito di evitare le crisi finanziarie che si sono succedute nel tempo<sup>61</sup>.

Anche nel nostro Paese, gli scandali finanziari avvenuti all'inizio di questo terzo millennio hanno fatto emergere evidenti le inefficienze dei sistemi di controllo delineati dal legislatore e la difficoltà da parte dell'ordinamento di garantire la tutela del risparmiatore nell'interpretazione più ampia data dell'art. 47.1 Cost.

5. Se si procede con l'esame della legislazione attraverso la quale l'ordinamento giuridico 'nazionale' ha storicamente attuato il principio costituzionale della tutela del risparmiatore derivano già ad una prima e rapida analisi una serie di significative considerazioni.

Intanto, si nota che la frequenza dei provvedimenti normativi approvati dal legislatore statale avvenuti come finalità, diretta o indiretta, la tutela del risparmio autentica per effetto del recepimento nell'ordinamento nazionale di direttive comunitarie «in materia di mercato dei valori mobiliari»<sup>62</sup>. L'intervento del legislatore sta-tale ha ad oggetto, in particolare, «il coordinamento (comunitario, n.d.a.) delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa pubblica per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa pubblica»<sup>64</sup> e «per l'offerta pubblica di valori mobiliari»<sup>65</sup> nonché «le informazioni periodiche che devono essere pubblicate dalle società le cui azioni sono ammesse alla quotazione ufficiale di una borsa valori»<sup>66</sup>.

<sup>59</sup> Per un approfondimento di questi temi mi sia consentito rinviare a F. ZATTI, *Il controllo pubblico del mercato mobiliare. Profili istituzionali*, versione provvisoria, Torino-Firenze, 2004.

<sup>60</sup> Tale acronimo sta, ovviamente, per *Securities Exchange Commission*.

<sup>61</sup> Come emerge dall'interessante analisi di D. SICILARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1, 2009, 45 e ss.

<sup>62</sup> Cfr. la l. 4 giugno 1985, n. 281, *Disposizioni sull'ordinamento della Commissione nazionale per le società e la borsa*; norme per l'identificazione dei soci delle società quotate in borsa e delle società per azioni esercenti il credito; norme di attuazione delle direttive CEE 79/279, 80/390 e 82/121 in materia di mercato dei valori mobiliari e disposizioni per la tutela del risparmio.

<sup>63</sup> Cfr. Direttiva del Consiglio n. 279 del 5 marzo 1979, art. 19, l. 29 dicembre 1990, n. 428, *Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee* (legge comunitaria per il 1990).

<sup>64</sup> Cfr. Direttiva del Consiglio n. 148 del 3 marzo 1982, cfr. art. 29 e 33, *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori*, n. 34 del 28 maggio 2001.

<sup>65</sup> Cfr. Direttiva del Consiglio n. 298 del 17 aprile 1989, art. 22.2, *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE*, n. 71 del 4 novembre 2003.

<sup>66</sup> Cfr. Direttiva del Consiglio n. 121 del 15 febbraio 1982.

A margine di provvedimenti riguardanti il mercato mobiliare si segnalano interventi sul sistema creditizio volti ad assicurare la tutela del risparmio attraverso la 'protezione dei risparmiatori' anche in un mercato che tende alla concorrenza tra operatori bancari<sup>67</sup>.

Un ulteriore aspetto che emerge dall'analisi è la conferma che il legislatore comunitario concepisce la tutela del risparmio come forma di protezione degli investitori<sup>68</sup>. Tale conferma deriva dalla lettura della Direttiva 89/298/Cee: ricordata la rischiosità degli investimenti in genere, e, in particolare, degli investimenti in valori mobiliari, il legislatore comunitario individua come strumenti indispensabili a garantire la protezione di quel particolare consumatore che è l'investitore, quelle misure che gli consentono di «prendere le decisioni di investimento con piena cognizione di causa»<sup>69</sup>. Compito del diritto del mercato finanziario, secondo il legislatore comunitario, è quello di assicurare all'investitore «un'informazione adeguata e completa sui valori mobiliari ed i loro emittenti»<sup>70</sup> così da rafforzare la *fiducia* nel mercato dei valori mobiliari, contribuendo per questa via al loro buon funzionamento e alla creazione di un effettivo mercato europeo dei capitali<sup>71</sup>. È questo obiettivo che induce il legislatore comunitario ad intervenire, innanzitutto, sulla regolazione degli intermediari finanziari attraverso l'introduzione di una disciplina dei «servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari»<sup>72</sup>, nella considerazione che presupposto per la protezione dei risparmiatori/investitori, oltre che per la stabilità ed il buon funzionamento del sistema finanziario, sia il riconoscere agli Stati membri dell'Unione «il diritto e la responsabilità, (...)», sia di *prevenire* e di *punire* qualsiasi azione sul proprio territorio dell'impresa di investimento la quale sia contraria alle norme di comportamento e alle altre disposizioni legislative o regolamentari da esso adottate per motivi di interesse generale, sia di agire in casi urgenti; (...) sia di contare, nell'esercizio delle proprie funzioni, sulla cooperazione fra le autorità competenti dello Stato membro d'origine e dello Stato membro ospi-

<sup>67</sup> Cfr. Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, n. 12 del 20 marzo 2000; Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione), n. 48 del 14 giugno 2006.

<sup>68</sup> Cfr. art. 6-quater, Direttiva del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.), n. 611 del 20 dicembre 1985; art. 2-bis, Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 ottobre 1989, relativa al coordinamento di determinate disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri concernenti la fornitura di servizi di media audiovisivi (direttiva sui servizi di media audiovisivi), n. 552 del 3 ottobre 1989; art. 24, Direttiva del Consiglio per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari, n. 298 del 17 aprile 1989.

<sup>69</sup> V., primo considerando della Direttiva del Consiglio per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari, n. 298 del 17 aprile 1989.

<sup>70</sup> V., secondo considerando della Direttiva del Consiglio per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari, n. 298 del 17 aprile 1989.

<sup>71</sup> V., terzo e quarto considerando della Direttiva del Consiglio per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari, n. 298 del 17 aprile 1989.

<sup>72</sup> Attraverso la già richiamata Direttiva 93/22/CEE.



«tante»<sup>73</sup>; e, infine, «garantire la trasparenza delle transazioni» rendendo applicabili le norme previste a tal fine nella presente direttiva per i mercati regolamentati sia alle imprese d'investimento sia agli enti creditizi allorché quando intervengono sul mercato»<sup>74</sup>.

Il legislatore comunitario, da un lato, si pone l'obiettivo di creare le condizioni giuridiche per la nascita di un mercato integrato europeo dei servizi finanziari, dall'altra, di individuare lo strumento giuridico più acconcio ad uniformare le misure di protezione per i risparmiatori/investitori che operano all'interno dei mercati finanziari degli Stati membri dell'Unione europea<sup>75</sup>.

Si sofferma, inoltre, nell'individuare quelle operazioni finanziarie che possono divenire per il risparmiatore/investitore maggiormente rischiose, anche se effettuate indirettamente attraverso intermediari professionali, come possono essere gli Oicvm<sup>76</sup>, prevedendo misure volte a «limitare il rischio massimo potenziale connesso con gli strumenti derivati in modo tale che non superi il valore netto totale del portafoglio dell'Oicvm»<sup>77</sup> e forme di pubblicità che incentivino tali operatori professionali a «descrivere le strategie, le tecniche e i limiti di investimento applicabili alle loro operazioni su derivati»<sup>78</sup>.

In particolare, qualora i risparmiatori/investitori acquistino direttamente strumenti finanziari derivati su mercati *over the counter*, il legislatore comunitario fa presente che «dovrebbe essere fissati requisiti supplementari in termini di ammissibilità delle controparti e degli strumenti, nonché di liquidità e di valutazione continua delle posizioni» tali da garantire lo stesso livello di protezione previsto per le negoziazioni in mercati regolamentati<sup>79</sup>.

Come l'innovazione finanziaria anche quella tecnologica crea l'esigenza di proteggere il risparmiatore/investitore/consumatore che sottoscrive servizi di investimento e/o strumenti finanziari attraverso tecniche di commercializzazione a distanza<sup>80</sup>. In un tale sistema finanziario, il grado di complessità raggiunto dagli ope-

<sup>73</sup> V., ancora, i considerando della Direttiva 93/22/CEE.

<sup>74</sup> *Ibidem*.

<sup>75</sup> V., considerando 25), 28) e 30) della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori, n. 34 del 28 maggio 2001.

<sup>76</sup> Vale a dire gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

<sup>77</sup> V., considerando 11) della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm), con riguardo agli investimenti Oicvm, n. 108 del 21 gennaio 2002.

<sup>78</sup> *Ibidem*.

<sup>79</sup> V., considerando 12 della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm), con riguardo agli investimenti Oicvm, n. 108 del 21 gennaio 2002.

<sup>80</sup> In particolare, si v., il considerando 32) della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica la direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE e 98/27/CE, n. 65 del 23 settembre 2002: «La Comunità e gli Stati membri hanno preso impegni nell'ambito dell'accordo generale sugli scambi di servizi (GATS) quanto alla possibilità, per i consumatori, di acquistare all'estero servizi bancari e servizi d'investimento. Il GATS consente agli Stati membri di adottare misure per ragioni prudenziali,



ratori, dai mercati e dagli strumenti oggetto di negoziazione, in termini di specializzazione e varietà, è tale che il legislatore comunitario non può che prendere atto della difficoltà di garantire un sistema di copertura ampio ed efficace per tutte le tipologie di risparmiatore/investitore. La *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*<sup>81</sup>, prima, e, più nitidamente, la *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari* (MIFID)<sup>82</sup>, dopo, prendono atto dell'aumento di complessità derivante dall'incremento del numero dei risparmiatori/investitori che operano nel mercato finanziario e dell'ampiezza della gamma di servizi e strumenti finanziari offerta loro.

In particolare, con la Direttiva MIFID, alla luce del mutato quadro economico-finanziario di riferimento, il legislatore comunitario, nel porsi come obiettivo quello di creare un quadro giuridico che disciplini tutte le attività destinate ai risparmiatori/investitori e che consenta, tra l'altro, di proteggerli, individua in un 'adeguato' livello di armonizzazione lo strumento attraverso il quale offrire ai risparmiatori/investitori un elevato livello di protezione; ribadisce che «per garantire la tutela degli investitori e la stabilità del sistema finanziario è necessario che le persone che prestano servizi e/o effettuano attività di investimento contemplati dalla presente direttiva siano soggette ad autorizzazione da parte del loro Stato membro d'origine»<sup>83</sup>; e che per proteggere i risparmiatori/investitori occorre, in particolare, provvedere affinché i loro diritti di proprietà e altri diritti analoghi su valori mobiliari, nonché i loro diritti sui fondi affidati ad un'impresa, siano tenuti separati da quelli della predetta impresa.

Si ampliano, dunque, i profili di attenzione del legislatore nei confronti del risparmiatore/investitore volti alla sua 'protezione'. E si auspica che tale protezione sia adeguata «alle specificità di ciascuna categoria di investitori»<sup>84</sup>. A tale scopo, il legislatore comunitario individua tre diverse tipologie di clienti/risparmiatori/investitori: i clienti al dettaglio, i clienti professionali e le controparti, riservando, evi-

comprese misure per la protezione degli investitori, dei depositanti, dei sottoscrittori di assicurazioni o delle persone alle quali il fornitore di servizi finanziari è tenuto a prestare un servizio. Tali misure dovrebbero limitarsi ad imporre soltanto le restrizioni giustificate dalla protezione dei consumatori».

<sup>81</sup> E che modifica la Direttiva 2001/34/CE n. 71 del 4 novembre 2003. Per il recepimento di tale Direttiva nell'ordinamento nazionale v., il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51.

<sup>82</sup> Direttiva n. 39 del 21 aprile 2004 che modifica le Direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio. Per l'attuazione della presente Direttiva v., l'art. 1 della Direttiva della Commissione n. 73 del 10.8.2006 nonché l'art. 1 del Regolamento della Commissione n. 1287 del 10-08-2006 e l'articolo 9-bis della legge 18 aprile 2005, n. 62 inserito dall'articolo 10 della legge 6 febbraio 2007 n. 13 (Legge comunitaria 2006); v., anche, la l. del 20 giugno 2007, n. 77 ed il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164.

<sup>83</sup> Cfr. considerando 17) della *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio* (MIFID), n. 39 del 21 aprile 2004.

<sup>84</sup> Cfr. considerando 31) della *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio* (MIFID), n. 39 del 21 aprile 2004.

dentemente, le più ampie forme giuridiche di protezione alla prima tipologia di clientela. Forme di protezione che non vengono individuate soltanto nei poteri nelle funzioni riservate alle autorità che gli ordinamenti dei singoli Stati membri pongono a regolare i mercati finanziari ma anche in forme di tutela paragiurisdizionale, come la previsione di meccanismi extragiudiziali per i reclami dei risparmiatori/investitori<sup>85</sup> riservati, generalmente, al cittadino/consumatore di beni e/o di servizi non finanziari<sup>86</sup>.

6. L'ordinamento nazionale del mercato finanziario si è uniformato, più o meno tempestivamente, al modello di protezione del risparmiatore/investitore in-trodotto, nel tempo, a livello comunitario. Si diceva più o meno tempestivamente non tanto per rimarcare un atteggiamento tenuto comunemente dal legislatore nazionale anche dopo l'introduzione della Legge comunitaria ma, piuttosto, per evidenziare un suo comportamento ondivago nella scelta del 'modello giuridico' da adottare per rispondere alle mutate esigenze di tutela evidenziatesi, in particolare, con le vicende interne che hanno coinvolto, tra gli altri, azionisti ed obbligazionisti di alcune società quotate<sup>87</sup>.

Gli scandali finanziari che accadono tra la fine degli anni novanta del secolo scorso e l'inizio del terzo millennio costringono il legislatore statale ad interventi che sembrano deviare dalla linea d'azione tracciata con il recepimento nell'ordinamento interno delle direttive comunitarie in materia bancaria (Tub)<sup>88</sup> e di interdizione statale sembra essere la trasformazione del monopolio pubblico della Borsa Valori in un mercato regolamentato. Ne consegue un consolidamento dell'interpretazione del principio costituzionale della tutela del risparmio verso una prevalenza della concezione soggettiva piuttosto che oggettiva pur sempre nella previsione di una seppur 'minima' disciplina pubblicistica che tuteli l'interesse dei risparmiatori/investitori così come delineata a livello comunitario. Una tale conclusione sembra trovare conferma nella disamina della Legge comunitaria 1994<sup>90</sup> che, ai fini della attuazione delle sopra menzionate direttive comunitarie in materia di servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari<sup>91</sup> e sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi<sup>92</sup>, raccoglie, tra i principi e i criteri di-

<sup>85</sup> V., art. 53 della *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari*, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (MIFID), n. 39 del 21 aprile 2004.  
<sup>86</sup> Cfr. F. CARPI, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2008, 1049 e ss.  
<sup>87</sup> In particolare, il caso Parmalat, V., E. PACIOTTI, G. SALVI, ENRON e Parmalat. Due «sistemi» a confronto, San Cesario di Lecce, 2005.  
<sup>88</sup> L'acronimo sta per d.lgs. n. 385/93 e succ. mod., *Testo unico in materia creditizia*.  
<sup>89</sup> L'acronimo sta per d.lgs. n. 58/98 e succ. mod., *Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria*.  
<sup>90</sup> Cfr. art. 21, l. n. 52/96.

<sup>91</sup> Si tratta, come noto, della *Direttiva del Consiglio n. 93/22/CEE*.  
<sup>92</sup> Si tratta, come noto, della *Direttiva del Consiglio n. 93/6/CEE*.

rettivi, un'interpretazione della tutela del risparmio come 'tutela degli investitori'<sup>93</sup> pur residuando una certa ambiguità interpretativa quando il legislatore, con l'obiettivo di un rafforzamento di tale principio costituzionale, prevede la possibilità per il legislatore delegato di modificare la disciplina «relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo»<sup>94</sup>.

Il riordino normativo della disciplina degli intermediari ed, in particolare, del mercato mobiliare, unitamente a quello della disciplina degli emittenti dà origine, come noto, al Tuf. Con il Tuf il legislatore si preoccupa sostanzialmente di adeguare la disciplina pubblicistica del mercato mobiliare alle esigenze dell'integrazione del mercato europeo degli strumenti finanziari. E lo fa, similmente a quanto avvenuto per il sistema creditizio, non scardinando completamente il sistema di controlli e gli 'equilibri' istituzionali già in essere tra le due principali autorità di regolazione del mercato, Consob e Banca d'Italia.

Probabilmente, il legislatore statale non coglie nella sua interezza l'impatto che la privatizzazione del mercato di Borsa possa avere sulla tutela costituzionale del risparmio, anche in termini di effettività di tale tutela. E, soprattutto, non sembra preoccuparsi dei limiti di una vigilanza predisposta su tre livelli, quello politico, gestorio e regolatorio, suddividendo quest'ultima funzione, quella di regolazione, appunto, tra una molteplicità di autorità di vigilanza in base ad un modello da taluno definito per competenza, da altri funzionale e, da altri ancora, auspicando una sua ulteriore razionalizzazione, per finalità. Questi aspetti, che potrebbero sembrare mere disquisizioni formalistiche, evidenziano, invece, la difficoltà del legislatore, forse più di natura politica che giuridica, nel ripartire compiti e responsabilità tra le diverse autorità di regolazione. Non appare di secondaria importanza sottolineare che quest'aspetto emerga come una delle cause degli scandali finanziari che sono avvenuti recentemente anche in Italia.

Se si affiancano a queste considerazioni, di natura istituzionale, altre più marcatamente economiche, ma per questo non meno rilevanti ai fini della nostra analisi, riferibili alle trasformazioni indotte sul sistema finanziario dal fenomeno della globalizzazione del mercato, anche in considerazione degli aspetti susseguenti alla spinta indotta dall'innovazione finanziaria e dall'evoluzione della tecnologia informatica verso l'introduzione di forme atipiche di contratti di investimento, si evince come l'ordinamento del mercato finanziario si sia trovato da subito, sin dalla sua riforma, e forse anche per effetto di essa, di fronte a sollecitazioni di diversa natura ed istanza. Le ragioni economiche dell'efficienza e della competitività degli operatori del mercato finanziario prevalgono su quelle giuridiche dell'integrità e della stabilità del mercato fino a quando scandali finanziari, prima, e crisi sistemiche, poi, impongono un nuovo intervento normativo volto a ripristinare la fiducia nel corretto funzionamento del mercato finanziario e nella capacità delle istituzioni chiamate dall'ordinamento a svolgere tale importante funzione a garantire l'effettiva tu-

<sup>93</sup> V., in particolare, l'art. 21.1, lett. f) e 21.2, l. n. 52/96.

<sup>94</sup> V., art. 21.4, l. n. 52/96.



tela degli interessi dei partecipanti al mercato finanziario, siano essi operatori, investitori, risparmiatori<sup>95</sup>.

In questo contesto, viene approvata, dopo lunga gestazione, una legge recante *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*<sup>96</sup> e, a ruota, una serie di provvedimenti in recepimento di direttive comunitarie in materia di servizi di investimento, abuso di informazioni privilegiate, offerte pubbliche di acquisto, che vanno a modificare sia la stessa legge in materia di tutela del risparmio sia, in particolare, il Tuf.

Non solo. Il legislatore statale interviene anche con provvedimenti normativi *ad hoc* volti a tutelare azionisti e obbligazionisti di una società quotata controllata dal Ministero dell'economia sottoposta a procedura di amministrazione straordinaria<sup>97</sup> e i depositanti dai potenziali effetti della crisi finanziaria internazionale<sup>98</sup>. In particolare, nelle premesse di quest'ultimo provvedimento normativo, emanato in attuazione degli articoli 47 e 117 della Costituzione, si osserva una nuova concezione della tutela del risparmio intesa come 'protezione del pubblico risparmio' separata riferita, di fatto, al risparmio bancario e solo in parte agli azionisti e agli obbligazionisti di banche italiane; ed essendo una tutela *pro tempore*, almeno per quanto riguarda le misure adottate al fine di garantire tale protezione. La tutela nei confronti dei depositanti viene concepita, nel caso specifico, come una forma di garanzia dello Stato integrativa rispetto ai sistemi «istituiti e riconosciuti ai sensi dell'articolo 96 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, (...) per un periodo di 36 mesi dalla data di entrata in vigore» del decreto legge di cui in parola<sup>99</sup>.

7. L'analisi sin qui svolta sulle soluzioni legislative adottate negli ordinamenti del mercato finanziario che si sono susseguiti nel tempo per garantire l'effettività del principio di tutela del risparmio consente, infine, di trarre alcune conclusioni.

<sup>95</sup> Cfr. R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in Riv. proc. civ., 3, 1999,

769 e ss.

<sup>96</sup> Si tratta della l. n. 262/05.

<sup>97</sup> E l'Alitalia s.p.a. V., art. 3.2, d.l. 28 agosto 2008 n. 134, Decreto convertito, con modificazioni,

in legge 27 ottobre 2008, n. 166 - Disposizioni urgenti in materia di ristrutturazione di grandi imprese in crisi e art. 7-otties, d.l. 10 febbraio 2009 n. 5, Decreto convertito, con modificazioni, in legge 9 aprile

2009, n. 33. - Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi, nonché disposizioni in materia di produzione lattiera e rateizzazione del debito nel settore lattiero-caseario.

<sup>98</sup> V., d.l. 9 ottobre 2008 n. 155, Decreto convertito, con modificazioni, in legge 4 dicembre 2008, n. 190 - Misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del

credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali.

<sup>99</sup> Cfr., G. ALPA, *Quale modello di «governance» in Italia?*, testo dattiloscritto dell'intervento tenuto in occasione del Convegno tenutosi a Roma il 4 giugno 2009 presso la LUIS Guido Carli: «I

primi provvedimenti legislativi (...) hanno consentito la sottoscrizione di aumenti di capitale delle banche da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, la concessione di garanzie dello Stato sulle

passività delle banche, l'erogazione di finanziamenti da parte della Banca d'Italia al fine di soddisfare

esigenze di liquidità, il rilascio di garanzie statali a tutela dei depositanti, la sospensione delle procedure applicabili in caso di crisi degli enti creditizi, la sottoscrizione di obbligazioni bancarie speciali,

l'emissione di strumenti finanziari sottoscritti dallo stesso Ministero. L'intervento dello Stato nell'economia ha però destato perplessità in chi ha interpretato questi provvedimenti come un esempio sintomatico di miopia istituzionale, volta ad irrigidire un sistema lacunoso e incompleto, che si stava av-

viando ad ammodernare la sua struttura con l'attuazione delle direttive comunitarie in materia finan-

ziaria e societaria».



L'interpretazione di una norma siffatta pone delle difficoltà di non poco conto al giurista che si cimenta nell'impresa<sup>100</sup>. Non appare casuale che né il dibattito in Assemblea Costituente né gli autorevoli commentatori che in dottrina si sono confrontati con l'art. 47.1 Cost. non ne abbiano sciolto mai definitivamente le latenti ambiguità interpretative.

Già il dibattito all'interno dell'Assemblea Costituente mostra come la concezione giuridica del risparmio<sup>101</sup> sia legata non tanto alla sua concezione economica ma a quella 'ideologica' che vede, da un lato, il risparmio collegato al 'lavoro', e, dall'altro, invece, alla 'proprietà' ed al 'controllo sociale' dell'attività economica. Tant'è che il dibattito sul risparmio si svolge sia in sede di Prima Sottocommissione (*Diritti e doveri dei cittadini*) sia di Terza Sottocommissione (*Diritti e doveri economico-sociali*) dell'Assemblea Costituente. Come è stato efficacemente osservato<sup>102</sup>, in Assemblea costituente è l'on. Togliatti ad avanzare la proposta di introdurre una norma che affidi alla 'tutela della legge' sia la proprietà sia il risparmio. Dalla lettura degli Atti dell'Assemblea Costituente emerge come tale principio fosse condiviso da tutti i membri della Prima Sottocommissione ma fosse, invece, divergente, come si evince dall'intervento dell'on. La Pira, l'opinione sulla sua collocazione all'interno della Carta.

Vi è, infatti, chi come l'on. Lucifero «considera il risparmio come cosa integrante del lavoro»<sup>103</sup> e colloca la 'difesa del risparmio' tra le norme poste a protezione del lavoratore<sup>104</sup>; chi, come l'on. Lombardi, è contrario all'inserimento in Costituzione di una norma a tutela del risparmio «perché si tratta di materia che esorbita dall'ambito di quei concetti fondamentali a cui deve ispirarsi lo Statuto, concetti che saranno poi frutto di quello sviluppo economico e politico che ognuno persegue nel campo delle sue ideologie»<sup>105</sup>; chi, infine, come gli On. Dossetti e Togliatti, vorrebbe che la tutela del risparmio contemplasse una concezione del risparmio non legata soltanto al lavoro ma anche alla proprietà<sup>106</sup>.

Parimenti, alle divergenze sulla concezione giuridica del risparmio inerenti la sua collocazione all'interno della Carta costituzionale si segnalano divergenze anche sulle modalità di attuazione di tale principio. Lo stesso on. Marinaro, che poi risulterà essere il proponente il testo di quella che diverrà la versione finale dell'art. 47.1

<sup>100</sup> Si v., F. GUIZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, 2-3-4, 2005. Ma anche all'economista come si evince dal saggio di Sarcinelli dedicato al Governatore Baffi: v., M. SARCI-NELLI, *La tutela del risparmio nel pensiero e nell'azione del Governatore Baffi*, op. cit., 225 e ss.

<sup>101</sup> Su questi aspetti si v., G. RUTA, *Il risparmio nel sistema della legislazione bancaria*, Milano, 1965, 12-28.

<sup>102</sup> Si v., anche per un'interessante ricostruzione storica della genesi dell'art. 47 Cost., M. D'AMICO, S. CATALANO, *Tutela del risparmio e principi costituzionali*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2008, 35-37.

<sup>103</sup> Cfr. ATTI DELL'ASSEMBLEA COSTITUENTE, COMMISSIONE PER LA COSTITUZIONE, PRIMA SOTTOCOMMISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di giovedì 10 Ottobre 1946*, 220.

<sup>104</sup> *Ibidem*, 220-221: «La legislazione sociale regola le assicurazioni contro gli infortuni, le malattie, la disoccupazione involontaria, la vecchiaia, l'invalidità e sulla vita; il lavoro delle donne e dei minori; la protezione della famiglia; la durata della giornata lavorativa e il salario minimo familiare; le ferie retribuite, la tutela del lavoratore italiano all'estero; la difesa del risparmio».

<sup>105</sup> *Ibidem*, 221-222.

<sup>106</sup> *Ibidem*, 221-222.

Cost., presenta già in sede di dibattito sul controllo sociale dell'attività economica una norma nella quale affida allo 'Stato' il compito di stimolare, coordinare e controllare il risparmio<sup>107</sup>, ritenendo «importante, per il momento, affermare il principio»<sup>108</sup> e «considerando inutile scendere nei dettagli e prevedere fin da ora gli organi con i quali lo Stato potrà esercitare la sua vigilanza sul risparmio e sulla sua distribuzione»<sup>109</sup>.

Anche per queste conclusioni, come è stato autorevolmente osservato in dottrina, l'on. Martinaro svolge un ruolo rilevante nell'elaborazione dell'art. 47 della Costituzione repubblicana, pur non mancando tentativi, anche di opposita natura, in particolare, degli on. Zerbini<sup>110</sup> ed Einaudi, di mitigare il carattere programmatico di tale norma, inquadrando le finalità perseguite tramite la tutela del risparmio, rispettivamente, nella difesa del potere di acquisto dei risparmiatori e del valore della moneta<sup>111</sup>.

Non si può sottovalutare, come è nell'origine di ogni norma, ed, in particolare, di una norma costituzionale, il 'condizionamento' che il legislatore subisce in forza dell'esperienza del passato e dell'ideologia alla quale fa riferimento<sup>112</sup>. Ma certamente non può essere sottovalutato il fatto che i Padri Costituenti abbiano sentito unanimemente il dovere di introdurre nella Carta, tra quelli fondamentali della costituzione economica, un principio come quello della tutela del risparmio del quale, peraltro, tra le Costituzioni europee, si ha traccia soltanto in quella portoghese<sup>113</sup>.

<sup>107</sup> Cfr., ATTI DELL'ASSEMBLEA COSTITUENTE, COMMISSIONE PER LA COSTITUZIONE, TERZA SOTTOCOMMISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

MISSIONE, *Resoconto sommario della seduta di sabato 26 ottobre 1946*, 259: «Art. 15 (Controllo del risparmio) Lo Stato stimola, coordina e controlla il risparmio. L'esercizio del credito è partimenti sotto-

Come non appare una mera coincidenza che, tra le Costituzioni dei Paesi extraeuropei, il risparmio sia menzionato nelle Costituzioni di Stati autoritari come la Repubblica popolare cinese<sup>114</sup>, peraltro, fino alla riforma del 2004, la Repubblica bolivariana del Venezuela<sup>115</sup> e la Repubblica di Cuba<sup>116</sup>.

Allo stesso tempo non pare casuale che i Trattati comunitari non si occupino né del risparmio né della sua 'difesa', almeno, non direttamente. Ciò, come si è più sopra evidenziato, non ha impedito di adottare misure a tutela del risparmio a livello comunitario anche se, come è stato acutamente osservato, la mancata menzione nei Trattati comunitari di tale principio comporta la necessità di trovare delle basi giuridiche per poter avviare un'azione comunitaria alla quale agganciare le possibili misure<sup>117</sup>. Vi è, quindi, un'importante distinzione tra i Trattati comunitari e l'ordinamento costituzionale nazionale. Se l'ordinamento costituzionale non prevede tra i suoi principi la tutela del risparmio, il legislatore statale non è impedito nel farlo. Il legislatore comunitario, invece, è vincolato, anche nel caso in cui non esista una specifica base giuridica, al perseguimento degli obiettivi che sono stati attribuiti all'Unione europea.

Per quanto riguarda la tutela del risparmio questi obiettivi possono essere individuati tra quelli menzionati agli articoli 2 e 4 del Trattato CE perseguibili attraverso le azioni di cui all'art. 3 del Trattato stesso. Come detto, la tutela del risparmio si trasforma *naturaliter* in una tutela della dimensione soggettiva che si traduce nell'adozione di una serie di direttive comunitarie finalizzate alla protezione dell'investitore mediante l'armonizzazione delle normative statali in materia di mercati finanziari e di *governance* societaria. Armonizzazione funzionale, come si è osservato più sopra, alla realizzazione di una politica economica fondata sullo stretto coordinamento delle politiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di un'economia di mer-

<sup>114</sup> V., art. 13: «The state protects the right of citizens to own lawfully earned income, *savings*, houses and other lawful property. The state protects by law the right of citizens to inherit private property».

<sup>115</sup> Si v., in particolare, l'art. 308: «Lo Stato protegge e promuove la piccola e media industria, le cooperative, le casse di risparmio, così come l'impresa familiare, la microimpresa e qualsiasi altra forma di associazione comunitaria per il lavoro, il risparmio ed il consumo, sotto il regime di proprietà collettiva, col fine di rafforzare lo sviluppo economico del paese grazie al sostegno dell'iniziativa popolare. Garantisce l'abilitazione, l'assistenza tecnica ed il finanziamento adeguato».

<sup>116</sup> V., art. 21.1: «The state guarantees the right to personal ownership of earnings and *savings* derived from one's own work, of the dwelling to which one has legal title and of the other possessions and objects which serve to satisfy one's material and cultural needs». E anche della Costituzione della Repubblica sociale del Vietnam: v., art. 58, «The citizen enjoys the right of ownership with regard to his lawful income, *savings*, housing, chattel, means of production funds and other possessions in enterprises or other economic organisations; with regard to land entrusted by the State for use, the matter is regulated by the provisions of Articles 17 and 18». Si v., anche, l'art. 35 della Costituzione Socialista della Repubblica popolare della Corea del Nord: «The DPRK shall compile and implement the State budget along with the national economic development plan. The State will intensify campaigns for increased production and expanded economy, carry out financial regulations strictly, increase the State's savings, and expand and develop the socialist property».

<sup>117</sup> Cfr. J. ZILLER, *La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea*, in *Il Diritto dell'economia*, 1, 2008, 16.



cato aperta e in libera concorrenza<sup>118</sup>. La legislazione comunitaria sin qui adottata si è basata sul presupposto giuridico di dar vita ad un mercato unico europeo anche nel settore dei servizi finanziari e la tutela del risparmio si è trasformata inevitabilmente in un ombrello di norme poste a protezione dei risparmiatori/investitori, considerati alla stregua di consumatori di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi<sup>119</sup>.

Ne è derivato nell'ordinamento interno un assetto di regolazione dei mercati finanziari dal volto poliedrico, in cui la regolamentazione è stata sinora dettata, sostanzialmente, dal diritto comunitario e la 'vigilanza', unitamente alla previsione di sanzioni di natura penale, lasciate, almeno formalmente, agli ordinamenti degli Stati membri. Questo assetto istituzionale di controllo è stato adeguato nel tempo alle trasformazioni del mercato finanziario, anche per effetto della globalizzazione, e perfezionato, sulla base dell'esperienza acquisita, con la creazione, tra l'altro, a livello comunitario, di comitati come il *Cesr* e l'*Esc*<sup>120</sup>, e l'introduzione di limiti all'esercizio del *gold plating* da parte degli Stati membri<sup>121</sup> ed, a livello nazionale, di modifiche normative finalizzate a creare un rapporto diretto tra il diritto comunitario e le autorità di natura politica, il Ministero dell'economia e delle finanze, e regolatoria, la Banca d'Italia e la Consob, poste dal legislatore statale a presidio del mercato finanziario 'nazionale'<sup>122</sup>.

Tuttavia, gli importanti scandali finanziari avvenuti recentemente, anche nel nostro Paese, hanno mostrato i limiti di un tale assetto nel garantire la protezione degli investitori. E la tutela del risparmio dagli effetti derivanti da crisi finanziarie a natura sistemica come quella originatasi recentemente negli Stati Uniti. In entrambi i casi, il 'governo' delle crisi è stato gestito, con tempi di reazione diversi, da parte di autorità di natura politica attraverso l'approvazione e l'emanazione di provvedimenti normativi *ad hoc* mirati a correggere nell'un caso le lacune regolamentari evidenziate dal sistema dei controlli e nell'altro caso a stabilizzare il mercato finanziario, e, in particolare, a rafforzare la credibilità sotto il profilo patrimoniale attraverso misure integrative volte a garantire i depositanti. Come è stato autorevolmente osservato la già menzionata l. n. 262/05 recante, come noto, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, pur con i limiti ben evidenziati in dottrina sin dalla sua entrata in vigore<sup>123</sup>, e pur essendo stata oggetto di numerosi interventi 'correttivi', conserva una sua precisa impronta nel nostro ordinamento per l'essere «(pressoché l'unico recente) frutto di opzioni del legislatore nazionale,

<sup>118</sup> V. art. 4 Trattato CE.

<sup>119</sup> Cfr. Commento art. 47 in S. BARTOLE, R. BINI, *Commentario breve alla Costituzione*, op. cit., 475.

<sup>120</sup> L'acronimo sta, rispettivamente, per *The Committee of European Securities Regulators* e *The European Securities Committee*. Per un approfondimento, si rinvia a P. BILANCIA, *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*, in P. BILANCIA, G.C. RIVOLTA (a cura di), *Tutela del risparmio, autori-*

<sup>121</sup> Su quest'ultimo punto si v., per un approfondimento, D. SICARI, *Gold plating e nuovi principi di vigilanza regolamentare sui mercati finanziari*, in *www.amministrazionecammino.it*.

<sup>122</sup> Si v., art. 2 Tuf.

<sup>123</sup> Pensò allo scritto di G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista delle società*, 1, 2006.



non derivate da scelte superiori del legislatore comunitario»<sup>124</sup>, manifestando «non poche differenze di approccio normativo rispetto ai recenti decreti legislativi di origine comunitaria»<sup>125</sup>. E, pur nelle more della sua attuazione, pare significativa l'istituzione con tale legge di una *Commissione per la tutela del risparmio* alle dirette dipendenze del Presidente del Consiglio dei Ministri<sup>126</sup>, le cui funzioni sono rinviate all'emanazione di un regolamento governativo. Come significativi, per le conclusioni che anche in questo caso si possono trarre sul rapporto tra le autorità politiche e le autorità di regolazione, appaiono l'istituzione di un Fondo di garanzia finalizzato all'indennizzo dei risparmiatori e degli investitori<sup>127</sup> e, ancora, la previsione di una procedura di conciliazione e di arbitrato per i risparmiatori e gli investitori<sup>128</sup>.

Il legislatore statale sembra per questa via prendere atto della difficoltà di garantire, in un sistema economico di mercato aperto e in concorrenza un'interpretazione ampia del principio di tutela del risparmio così come espresso dal primo comma dell'art. 47 Cost.; allo stesso tempo, seppure per effetto di una situazione contingente e straordinaria, il legislatore statale si trova ad intervenire con un provvedimento normativo, anche ai sensi dell'art. 117.2, lett. e) Cost., per garantire la stabilità del sistema creditizio<sup>129</sup> ad integrazione del quadro normativo definito dal legislatore comunitario ai fini della protezione del risparmiatore/investitore, al quale, oggi, per effetto della più recente giurisprudenza costituzionale sul 'vincolo comunitario' di cui all'art. 117.1 Cost. è strettamente legato.

Ne emerge una considerazione davvero conclusiva. La tutela del risparmio è cosa diversa dalla protezione del risparmiatore/investitore<sup>130</sup>. Il risparmio, infatti, non solo connota un sistema economico ma garantisce la tenuta stessa dell'ordinamento e delle istituzioni nonché, attraverso di essi, qualora si sia in un sistema democratico e pluralista, il realizzarsi di quei diritti economici e sociali attraverso i quali è assicurata la dignità della persona.

<sup>124</sup> V., N. RONDINONE, *Le «mobili frontiere» della tutela del risparmio*, in L. DE ANGELIS, N. RONDINONE, *La tutela del risparmio nell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, 14.

<sup>125</sup> *Ibidem*, 14.

<sup>126</sup> V., art. 30.3, l. n. 262/05.

<sup>127</sup> V. art. 27.2, l. n. 262/05 e, per un commento, G. MARTINA, *Il Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori*, in L. DE ANGELIS, N. RONDINONE, *La tutela del risparmio*, op. cit., 677 e ss.

<sup>128</sup> V., per un commento, S. LA CHINA, *Procedure di conciliazione e di arbitrato e sistema di indennizzo per i risparmiatori e gli investitori*, in L. DE ANGELIS, N. RONDINONE, *La tutela del risparmio*, op. cit., 685 e ss.

<sup>129</sup> V., l. n. 190/08.

<sup>130</sup> Su questa affermazione vorremmo rammentare quanto affermato da Caffè relativamente alla specificità del mercato finanziario: «le carenze del mercato finanziario-borsistico (...) non vanno attribuite a circostanze occasionali o a difetti istituzionali, ma a uno squilibrio intrinseco dell'economia capitalistica» (v., F. CAFFÈ, *Un'economia in ritardo*, Torino, 1976, 19). Se così è, la conseguenza che se ne trae è che la 'sola' regolamentazione del mercato finanziario non può garantire la tutela dei risparmiatori/investitori.

Due volumi indivisibili

€ 140,00

ISBN 88-243-1949-1



9 788824 319492